

动态报告/公司快评

旅游休闲

酒店

锦江股份 (600754)

推荐

重组获批快评

(维持评级)

2010年5月17日

重组时间低于预期，但长期看好

分析师：廖绪发 邮件：liaoxf@guosen.com.cn 电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人：刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn 电话：021-60933148

事项：

2010年5月14日，锦江股份发布公告，其重组事项获得证监会批准。

评论：

■ 重组时间低于预期，主要原因在于回复租赁物业权属风险等问题

锦江股份于1月29日就公告了证监会重组委有条件审核通过本次重大资产置换的事项，但最后重组方案于5月13日方得到批准，重组时间低于预期。重组时间低于预期的主要原因，在于1月29日之后，锦江股份向证监会补充递交了有关批露事项，以回复重组委之前提出的若干关心问题。其中，最主要的问题是锦江之星租赁物业的权属风险，即锦江之星租赁直营店面中，“有30家门店的物业存在未取得出租方对其房屋、土地合法权属有效证明（房产证、土地使用权证明）或者租赁用途获批批准（如工业用地未转成商业用地）的瑕疵”。上述租赁权属问题的确有可能导致相关门店经营受影响甚至关闭，但我们认为对公司经营层面的影响总体上是有限的，因为：（1）将旧厂房（工业用地）用于经济型酒店的建设事实上已经成为行业的普遍模式，旧厂房的盘活有利于资源的有效利用，而深圳等城市启动的城市更新计划，实际上也反映了地方政府对旧厂房重新利用的支持；（2）锦江股份计划在重组核准后12个月内将瑕疵物业的比例降至20%以内，24个月内降至10%以内，36个月内降至0%；（3）锦江股份母公司锦江国际已承诺，如果锦江股份未能达到上述计划，解除租约、重新选址开业所涉及的违约金和门店损失由锦江国际承担。

■ 置入资产09年盈利整体符合预期

与重组报告书一起批露的，还有拟置入资产的模拟损益表。模拟损益表显示，2009年，拟置入资产营业收入11.2亿元，同比增长22%，毛利率93%，营业利润8054万元，归属于拟置入及购买资产所有者的净利润为6238万元，整体上符合我们原先所做的预测。

■ 根据重组时点调整2010年盈利预测，维持“推荐”评级

由于我们之前盈利预测的假设前提是重组于年初完成，置入资产全年并表，按照目前的重组时点，我们调整了2010年的盈利预测，预计今年全年EPS约为0.51元（原预测为0.55元），维持2011、2012年EPS0.63和0.75元的预测，当前股价对应三年动态市盈率分别为42、34、29倍。之前由于世博会及重组时间低于预期，股价有一定程度的下滑，但我们认为当前股价已较具有吸引力，因为：（1）虽然经济型酒店已度过了02-08年每年70-80%增速的高峰期，但总体上说，这一行业仍然处于高速发展期，这从各个连锁公司的年度发展计划即可看出，即使在美国这样的

成熟市场，也给予中国经济型酒店以高估值，目前，锦江股份处在与如家、七天、汉庭等相当的估值水平上；（2）世博人数虽然低于预期，但是我们之前已强调过，世博对于锦江之星的主要影响在于平均房价的提升，从我们近期对数家门店的实地调研看，锦江之星平均房价的提升是比较乐观的；（3）在重组之后，锦江股价组织架构的变更、管理层激励的出台、锦江之星本身管理的改善，都可能成为后期股价上升的催化剂。基于以上原因，我们继续维持“推荐”评级。

表 1：锦江之星租赁直营店权属情况

	数量	比例
权属证书齐备的门店	62	72.09%
尚未取得土地使用权及房屋所有权证明的门店	7	8.14%
尚未取得土地使用权证明的门店	8	9.30%
尚未取得房屋所有权证明的门店	9	10.47%
营运中租赁门店合计	86	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 2：置入资产 09 年损益表预测值及实际值对比

	预测值	实际值
营业收入	1142	1119.78
直营客房收入	873	846.69
加盟费	85	73.38
餐饮收入	130	127
其他收入	53.76	72.71
营业成本	102.8	78.2
毛利率	91%	93%
营业税金及附加	57	63.8
销售及管理费用	851	854
财务费用	39	43
资产减值损失	0	0.038
投资收益	0	0.2
营业利润	92	81
营业外收支	0	7.3
利润总额	92	88
所得税	20	23
税后利润	72	65
权益净利润	65.44	62.38

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 3: 美国市场对中国经济型酒店给予高估值

	2010E	2011E	2012E
如家	38	30	24
七天	45	26	6
汉庭	34	20	3
平均	39	25	11

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。